

UDK: 338.1(510)

Pregledni znanstveni članak

Primljeno: 19. svibnja 2014..

Kineska ekonomska i financijska transformacija, utjecaj globalne financijske krize i reperkusije kineskoga kriznog menadžmenta

*Kristijan Kotarski**

Sažetak

Kineska ekonomska i financijska transformacija predstavlja ključan globalni trend u proteka tri desetljeća. Otvaranje NR Kine stvorilo je niz eksternih i internih izazova kad je u pitanju upravljanje zemljom iz jednog centra, pogotovo imajući u vidu nedavnu evoluciju kineskog financijskog sustava. Ti izazovi osobito su potencirani izbijanjem globalne financijske krize iz 2008. godine, kad se Partija našla suočena s krizom reprodukcije sustava koja se sastoji od održavanja dvoznamenkastih stopa ekonomskog rasta. Ova točka predstavlja pomak prema nedvojbenom trendu financijalizacije kineske ekonomije koja isisava produktivnu energiju iz ekonomskog sustava i ostavlja sve manje prostora za stvaranje kapaciteta za otplatu rastućih dugova u sustavu koji počiva na stvaranju novoga kreditnog novca iz duga, kao što to stipulira endogena monetarna teorija. Članak je podijeljen u šest poglavlja i dio koji uključuje zaključna razmatranja. U prvom i drugom poglavlju analizira se logika kineskih ekonomskih i financijskih reformi do izbijanja globalne financijske krize iz 2008. godine. U trećem poglavlju daje se pregled konstelacije interesa i preferencija najvažnijih aktera *vis-à-vis* kineske financijske arhitekture. Nakon toga, u četvrtom poglavlju razmatraju se osnovni elementi kineskoga kriznog menadžmenta u borbi protiv reperkusija globalne financijske krize iz 2008. godine. Na njega se logički nadovezuje peto poglavlje, koje nakon objašnjenja razloga financijalizacije kineske ekonomije, danih u prethodna dva poglavlja, tumači fundamentalne izazove u implementaciji financijskih i ekonomskih reformi usmjerenih prema stvaranju održivije, stabilnije i inkluzivnije ekonomske i političke strukture. Šesto poglavlje nastoji primjenom Minskyjeve hipoteze o financijskoj nestabilnosti i tipologizacije korporativnih financija na financije 'hedžinga', spekulativne i Ponzijeve financije analizirati postojeće stanje kineskog financijskog sustava i rizike izbijanja razorne financijske krize. U zaključnom dijelu autor tematizira dva scenarija koji će okončati

* Dr. sc. Kristijan Kotarski, viši asistent na Fakultetu političkih znanosti Sveučilišta u Zagrebu e-mail: kristijan.kotarski@fpzg.hr

neodrživi trend financijalizacije; scenarij tvrdog i scenarij mekog slijetanja. Neovisno o partijskom opredjeljenju za jedan od njih, kineske stope rasta bitno će se smanjiti i staviti pred Partiju izazov osiguranja novog izvora legitimnosti. Osim toga, odabir između ta dva scenarija nosi velik ulog za ostatak svijeta zbog isprepletenosti globalnih financijskih i trgovinskih kanala.

Ključne riječi: financijske i ekonomske reforme, kreditna ekspanzija, državno-komercijalne banke, financijalizacija, *Minsky moment*, dug, BDP, 'bankovni sustav iz sjene'.

1. Osnovni elementi kineske ekonomske transformacije

Davne 1978. godine, na samom početku kineskih ekonomskih reformi, Kina se suočavala s dvojnim izazovom: izazovom razvoja i izazovom tranzicije. Imajući u vidu odnos između ta dva izazova, Deng Xiaoping napomenuo je da razvoj predstavlja fundamentalni princip, dok je ultimativna svrha reformi ili tranzicije poticanje ekonomskog razvoja i poboljšanje životnog standarda Kineza. Dakle tranzicija u kineskom kontekstu nije shvaćena kao linearan proces kojim je moguće lako slomiti okosnicu stare centralno-planske ekonomije i zamijeniti je tržišnim implantatom. Iz ovoga proizlazi da uvođenje kapitalizma ili optimalna tržišna alokacija kapitala kroz proces privatizacije ne predstavljaju *ultima ratio* reformi, već je njihova jezgra pragmatična potraga za stvaranjem bogatstva i socijalne stabilnosti izgradnjom moderne Kine te prvenstveno održavanje primata Partije (Sanders i Chen, 2003.).

U suprotnosti s najvećim dijelom tranzicijskih ekonomija nakon raspada bipolarne strukture međunarodnih odnosa, NR Kina slijedila je strategiju postupnih reformi na dva kolosijeka, koje su uključivale decentralizaciju odlučivanja, eksperimente na lokalnoj razini i paralelno postojanje tržišta i planskih struktura u gotovo svim ključnim pitanjima, kao što su reforma poduzeća u državnom vlasništvu, politika cijena, regionalna politika, politika vanjske trgovine i devizna politika.¹ Kineska ekonomska transformacija pokazuje da Kina nije slijedila *big-bang* strategiju s ciljem uvođenja najboljih ekonomskih institucija, već je uvijek s obzirom na političku pozadinu tranzicije odabirala druga najbolja rješenja ili institucije (engl. *second best institutions*).² Ukoliko

- 1 Privatizacija financijskog sustava te njegovo otvaranje inozemnim investitorima ne stoji u središtu reformskih nastojanja, već je ključan naglasak na mobilizaciji štednje i kreditnoj ekspanziji. Interakcija ključnih protagonista na razini središnje vlasti, provincijskih i lokalnih partijskih komiteta te članova uprave banaka iskristalizirala je realizaciju navedenih ciljeva putem institucionalne diversifikacije i ograničene liberalizacije uvođenjem minimalnih elemenata tržišta.
- 2 Napuštanje i labavljenje ideoloških obrazaca poticalo je lokalno eksperimentiranje s novim rješenjima poput prijenosa prava vlasništva na lokalne administrativne jedinice (TVE – gradska i seoska poduzeća), što je omogućilo učinkovitu zaštitu vlasništva od konfiskacije i na taj način dalo poticaj nastajanju poduzetnika s političkim zaledem i onih bez njega.

su eksperimenti pridonosili stvaranju prosperiteta i održavanju socijalne stabilnosti, Partija ih je pragmatično autorizirala i legitimirala. Iz ovoga je vidljivo da je suština 'socijalizma s kineskim karakteristikama' u tome što se njegov sadržaj mijenja ovisno o promijenjenim okolnostima. Rasprava o tome što je dostižno i prihvatljivo svakako zasjenjuje pitanje konačne destinacije reformi. Prilikom njihova koncipiranja i implementiranja reformskom krilu Partije bilo je ključno ostvariti dva osnovna kriterija: povećanje efikasnosti i kompatibilnost reformskih ciljeva s postojećom interesnom i ideološkom strukturom (Qian, 2002.). Umjesto ubrzane privatizacije ili šok-terapije na samom početku kineskih reformi, iz strategije KKP-a može se iščitati strategija 'rasta iz plana' inkrementalnim putem, uz zadržavanje ključnih upravljačkih poluga, poput financijskog sustava, u državnim rukama, dok se privatnom sektoru omogućavao postupan razvoj toleriranjem neformalnih kreditnih institucija na lokalnoj razini (Nughton, 1995.; Tsai, 2002.). Lokalni, a kasnije i partijski činovnici na razini središnje vlasti uvidjeli su prednost razvoja privatnog sektora ne samo u smislu produktivnosti već ponajprije u tome da je privatni sektor polako i sigurno apsorbirao radnike otpuštene u velikom privatizacijskom valu 1990-ih godina u sektorima koji nisu smatrani strateškim.

Naime na početku kineskih ekonomskih i financijskih reformi ključan otpor prema reformama ležao je u otporu partijskih ideologa i bilo je potrebno stvoriti jaku pro-reformsku koaliciju. Nasuprot opstruirajućoj ulozi ideoloških koncepata u prvoj fazi reformi, u kasnijoj fazi, od konca 1990-ih, ključan problem više ne predstavljaju ideje nego ukorijenjeni interesi upravo onih aktera koji su najviše profitirali od inicijalnih reformi i eksperimentiranja s elementima tržišne ekonomije (Jinglian, 2009.). Ako su u inicijalnoj fazi reformi državna poduzeća predstavljala enorman teret državnim bankama i cjelokupnom režimu zbog akumuliranih dugova, neprodanih zaliha i redovitih gubitaka, ona koja su bila označena kao potencijalni nacionalni prvaci u sektorima od strateškog interesa s vremenom su postala prava poslovna carstva, tj. 'države u državi'. Upravo ona danas čine ključne protagoniste protivljenja daljnjim reformama koje bi mogle ugroziti njihove stečene pozicije jer reforme u kasnijem stadiju više nisu 'Pareto poboljšavajuće' u smislu da svi akteri profitiraju od bolje alokacije resursa, bez elemenata igre s nultim ishodom, koja na dnevni red političkoga sustava stavlja redistributivne odluke.

2. Reforme kineskoga financijskog sustava do izbijanja globalne financijske krize iz 2008. godine

Reforme financijskog sustava kao dio šireg procesa kineskih ekonomskih reformi slične su u svojim glavnim obilježjima i političkoj logici implementiranih strategija:

one su državno-upravljane, inkrementalne i 'de-statizirajuće' umjesto da predstavljaju izravnu privatizaciju. U sklopu ekonomske transformacije Kine u hodu je dakako došlo i do promijenjene uloge banaka pod utjecajem Partije i državnih struktura. Ukoliko su u inicijalnoj fazi reformi financijske institucije bile isključivo prateća infrastruktura za financiranje državnih poduzeća, s vremenom je njihova dotadašnja glavna uloga olabavljena te su mogle u većoj mjeri slijediti komercijalne ciljeve.³ Dakle pozicija državno-komercijalnih banaka ojačana je njihovom internacionalizacijom s obzirom na dokapitalizaciju i izlistavanje na domaćem i međunarodnom tržištu kapitala sredinom 2000-ih te njihov karakter odlično dočarava sljedeći citat:

Kineske banke trenutačno posluju u hibridnom svijetu u kojem su povremeno ohrabrivane da donose odluke u skladu s komercijalnim interesima, dok se u drugim vremenima od njih očekuje da strogo slijede Vladine direktive. (Martin, 2013:2)

Nakon ovih koraka u smjeru parcijalne internacionalizacije glavne kineske banke mogu autonomnije slijediti svoje poslovne ciljeve u godinama bez većih makroekonomskih kolebanja, ali ukoliko se pojavi potencijalna ekonomska ugroza za režim, uopće nije upitno koji će cilj biti na prvome mjestu. Za razliku od ostalih tranzicijskih ekonomija, u slučaju Kine nije došlo do naglog poniranja stopa ekonomskoga rasta usprkos svim nedostacima u koncipiranju financijske intermedijacije, a što se može svesti na specifičnu transformacijsku strategiju financijskog sustava u Kini i pojavu novih institucija kao što su institucija 'anonimnog bankarstva' te razvoj neformalnih tržišta kapitala (Tsai, 2002.; Tsai, 2003.).⁴ Ipak, ni u jednom trenutku prije izbivanja globalne financijske krize iz 2008. godine institucije 'anonimnog bankarstva' nisu uzele toliko maha da značajnije ugroze primat vodećih banaka kao što su China Construction Bank (CCB), Bank of China (BOC), Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) i Agricultural Bank of China (ABC).

3 Važnu promjenu u njihovu poimanju opisuje izjava Guo Shuqinga, Predsjednika CCB-a (China Construction Bank), prema kojoj „je jedini način za realizaciju najnovijih komunističkih principa maksimalizacija povrata uloženoga za dioničare“ (McGregor, 2011.). Pritom se ne smije izgubiti iz vida da je država najveći dioničar. No samo povezivanje koncepta dioničarstva s ostvarenjem ciljeva komunizma u javnome diskursu uistinu je neobično i novo. Naravno da je primarni cilj državno-komercijalnih banaka i ostalih banaka pod kontrolom Partije omogućiti ekonomski rast putem kreditne ekspanzije, pogotovo ukoliko se sustav suočava s prijetecom recesijom, kao što to pokazuje djelovanje banaka nakon izbivanja globalne financijske krize iz 2008. godine.

4 U kategoriju anonimnog bankarstva spadaju financijske institucije osnovane bez dozvole službenih i partijskih tijela poput raznih zalagaonica, malih privatnih neregistriranih ruralnih banaka, rotirajućih štedno-kreditnih zadruga i klasičnih neregistriranih štedno-kreditnih zadruga koje su uspjevale uz podršku lokalnog partijskog vodstva jer su omogućavale financiranje hibridnog i privatnog sektora, što je bilo u skladu s karijernim interesima i preferencijama lokalne partijske nomenklature.

Dva različita koncepta, *feiguoyouhua* ('de-statizacija') i *siyouhua* (privatizacija), nisu samo pitanje semantike, već reflektiraju dva uistinu različita pristupa u reformiranju centralno-planske ekonomije. Kineski financijski sustav prema načinu ustrojstva uklapa se u koncept 'de-statizacije' jer su reforme išle daleko sporijim tempom u odnosu na ostale sektore s obzirom na to da je kontrola nad alokacijom kapitala ključan prerogativ pomoću kojega KKP osigurava poziciju moći.⁵ No čak i nakon ulaska stranih i privatnih investitora kontrolu nad četiri ključne banke u smislu postotka vlasništva zadržavaju državna tijela i državna poduzeća. Znakovito je da su koncem 2011. godine u ukupnoj kineskoj financijskoj aktivni inozemne financijske institucije imale udio manji od 2 posto (Walter i Howie, 2011.).

3. Politička ekonomija kineskoga financijskog sustava

Općenito gledajući, kineski financijski sustav iznimno je bankovno orijentiran. Struktura vlasničkih prava u kojoj predvodnička uloga još uvijek pripada četirima državno-komercijalnim bankama predstavlja najvažnije obilježje kineskog bankovnog sustava. Dionička, obveznička, novčana, valutna i tržišta nekretnina doživjela su rapidan razvoj u posljednjih 15 godina. O iznimnom stupnju financijskog produbljivanja i posljedične financijalizacije kineske ekonomije najbolje svjedoči podatak da je 2000. godine ukupan volumen kredita u kineskoj ekonomiji iznosio 1000 milijardi juana, da bi se početkom 2014. popeo na enormnih 24000 milijardi (!) (Ilargi Meijer, 2014.).⁶ No ne smije se zanemariti činjenica da stupanj razvoja svakog tržišta pojedinačno značajno varira te financijska institucionalna arhitektura (regulativa i supervizija) problematično kaska za stupnjem razvoja i produbljivanjem tržišta. Odlučivanje u domeni monetarne i financijske politike nominalno pripada Državnom vijeću, a financijska supervizija usvojila je modus zasebne regulacije tržišta osiguranja, banaka i tržišta kapitala. Prema tome, kineske financijske reforme dovele su do jačanja državno prevođene financijske arhitekture koja se sastoji od tri stupa; monetarne politike, koja balansira između monetarne politike usmjerene na stabilnost cijena i ekonomskog rasta; bankovne kreditne ekspanzije, koja se događa na temelju implicitnog jamstva države za izdane zajmove; te sustava koji se temelji na vezivanju tečaja juana u odnosu na američki dolar u kontekstu zadržavanja kapitalnih kontrola (Chen et al., 2011.).

5 Početkom 1990-ih, nakon otpočinjanja vala otpuštanja u malim i srednjim državnim poduzećima i državnog odricanja od njihove kontrole, kineski premijer Zhu Rongji za vrijeme državnog posjeta SAD-u suočio se sa zajedljivom primjedbom Georgea W. Busha kako Sjedinjene Američke Države dobro znaju što se događa u Kini, a to je privatizacija. Na to mu je Zhu Rongji odgovorio da on ne razumije strategiju kineskog vodstva (McGregor, 2011.).

6 Više o financijalizaciji u kontekstu kineske ekonomije u: *Financijalizacija, dohodovna nejednakost i struktura BDP-a: međuodnos političke elite i financijskih institucija na primjeru NR Kine* (Kotarski, 2014.).

Usprkos dojmu stabilnosti koji sustav odaje, on u sebi sadrži mnogo ugrađenih napetosti zbog toga što monetarnoj politici nedostaje nezavisnosti, a što proizlazi iz ekonomskog rasta kao glavnog cilja monetarne politike.⁷ Osim toga, pretjerana kreditna ekspanzija i dugoročna negativna realna kamatna stopa vode prema inflaciji cijena financijske imovine i eroziji realne kupovne moći većine stanovništva. Drugi problem koji proizlazi iz kreditne ekspanzije bankovnog sustava uz implicitno jamstvo države dovodi do moralnog hazarda i negativne selekcije, pa to rezultira smanjenom efikasnošću performansi poduzeća i nižom produktivnošću. Moralni hazard zapravo je ne-službena kineska financijska politika. Treće, trilema otvorene ekonomije u sklopu koje kineska središnja banka (PBOC) inzistira na fiksnom tečaju i nije u mogućnosti spriječiti mobilnost kapitala uz pomoć kapitalnih kontrola zbog njihove poroznosti vodi gubitku neovisne monetarne politike usmjerene na borbu protiv cjenovne nestabilnosti (McKinnon, 2014.).⁸ Iz ove konstelacije vidljiva je predanost ekstremnoj verziji modela autoritarne razvojne države koji obuhvaća promociju izvoza podcijenjenim tečajem nacionalne valute, visokim stopama investicija, potiskivanjem osobne potrošnje, kontroliranim kapitalnim tokovima i bankocentričnim financijskim razvojem. Zaključno, Partija ima primat nad cjelokupnim sustavom koji nije moguć bez jake financijske represije uz pomoć podcijenjenog tečaja i potisnute slobode određivanja kamatnih stopa te je upravo liberalizacija u ova dva pitanja ključan element buduće trajektorije kineskog financijskog sustava oko kojeg se najviše lome koplja (Knoop, 2013.).

Analizirajući financijsku represiju u Kini i pritisak na održavanje pasivnih kamatnih stopa na vrlo niskoj razini, potrebno je zaroniti dublje u suštinu kineske političke ekonomije.⁹ Naime jedino razdoblje u kojem je Partija dopustila indeksaciju depozita za stopu inflacije bilo je razdoblje od 1988. do 1994., u kojem su postojale dvije kratke, ali oštre epizode galopirajuće inflacije (Shih, 2011.).

Na taj način nastojao se ostvariti cilj sprečavanja odljeva depozita iz službenog bankovnog sustava u neformalne financijske institucije te posljedično slabljenje banaka.¹⁰

7 Kina u percepciji Zapada nikada nije značajno evoluirala dalje od poznate izreke Charlesa de Gaullea: *Kina je velika zemlja nastanjena Kinezima*.

8 U tom smislu, u kontekstu održavanja fiksnog tečaja kao jednog od triju fundamentalnih makroekonomskih ciljeva ('nemoguće trojstvo'), suficit ostvaren u dolarima u međunarodnoj trgovinskoj razmjeni koristi se za stvaranje novčane protuvrijednosti denominirane u RMB-u (renminbi). Nakon toga dolazi do recikliranja dolarskih deviznih rezervi u procesu kupovanja američkih državnih obveznica kako bi se održavao tečajni paritet između valutnog para RMB-USD.

9 Upravo se u tom pitanju kriju izvori mnogih problema s kojima se danas suočava kineska ekonomija: od generiranja financijske nestabilnosti, erozije kupovne moći štediša, sve veće neefikasnosti u alokaciji kapitala pa sve do rastuće dohodovne nejednakosti. O ovome će biti više riječi u narednim poglavljima.

10 Promatrajući cijelo reformsko razdoblje, moguće je vidjeti razdoblja u kojima je liberalizacija kamatnih stopa pokazivala određeni napredak u odnosu na druga razdoblja u kojima se inzistiralo na značajnom stupnju financijske represije.

Nedvojbeno je da su u razdobljima visoke stope inflacije i pojave recesije kamatne stope pod kontrolom Partije i njezinih organa igrale puno važniju ulogu u odnosu na razdoblja visokog rasta i relativno stabilnih cijena. U slučaju nastupanja tih dvaju šokova (visoke inflacije i/ili pojave recesije) bilo je važno spriječiti odljev depozita i omogućiti njihovu centralizaciju za sanaciju bilanci banaka suočenih s porastom loše aktive. Osim toga, ključan argument za kontrolu kamatnih stopa sastojao se od koncipiranja anticikličke politike u kontekstu održavanja političkog primata Partije i potrebe financiranja vlastite baze pristaša (državnih poduzeća s monopolističkom i oligopolističkom tržišnom pozicijom, provincijskih vodstava i ostalih elemenata brojnih patnersko-klijentelističkih mreža unutar Politbiroa). Iz ovoga se može zaključiti da se pridjev 'ekstrem' u raspravi o specifičnom modelu autoritarne razvojne države odnosi na kontrolu kineskih kamatnih stopa od strane Partije, i to u daleko većem stupnju kontrole nego što je to bio slučaj s Japanom i Azijskim tigrovima. Riječi Dai Bingguo, jednog od visokorangiranih dužnosnika zaduženih za vanjsku politiku, jako dobro otkrivaju tu pozadinu: *ključan je i prvenstveni interes Partije održavanje njezina osnovnog sustava i državne sigurnosti* (McGregor, 2011:16).

S obzirom na sustav poticaja u kojem se velik dio fiskalne politike odvija putem kreditiranja banaka, održavanje niskih pasivnih kamatnih stopa predstavljalo je *conditio sine qua non* za postizanje profitabilnosti banaka koje su imale ograničenu mogućnost određivanja aktivnih kamatnih stopa.¹¹ U tako koncipiranom sustavu neminovno dolazi do pojave gubitnika i dobitnika financijske represije. Nedvojbeno je da su veliki gubitnici štedište u bankama u razdoblju negativne realne kamatne stope, kao i određene lokalne vlasti s uspješnim poduzetnicima kojima nedostaje pristup kreditima i koji bi u povoljnijim uvjetima zaduživanja u formalnom u odnosu na one u neformalnom sektoru mogli podići lokalnu stopu rasta. Jedan od vjerojatnih dobitnika bio bi i PBOC kojem bi se smanjili administrativni troškovi monitoringa kamatnih stopa, i u središnjoj banci može se prepoznati najodređeniji zagovornik liberalizacije kamatnih stopa (Shih, 2006.).¹²

11 Čak i u razdoblju nakon liberalizacije aktivne kamatne stope nije se znatno povisio trošak kreditiranja državnih poduzeća zbog toga što su se bankari više rukovodili birokratskim profilom rizika nego tržišnim profilom rizika. Osim toga, nije postojao razlog za značajan stupanj natjecanja banaka za depozite jer su im nisko postavljen plafon za pasivne kamatne stope i nisko dno za aktivne kamatne stope omogućili solidne profite uz nizak rizik s obzirom na meko proračunsko ograničenje.

12 KKP se pod utjecajem bankovnih lobija opire liberalizaciji kamatnih stopa, kao i procesu financijske disintermedijacije, jer bi sigurno došlo do povećanja kamatnih stopa koje su potisnute financijskom represijom. Naime ICBC, CCB, BOC i ABC drže značajnu količinu državnih obveznica i obveznica državnih poduzeća na svojim bilancama te bi to neminovno uzrokovalo probleme jer s porastom kamatnih stopa pada vrijednost postojećih obvezničkih izdanja na sekundarnom tržištu i time se potencira problem bankovne solventnosti.

S druge strane stoje Ministarstvo financija, državno-komercijalne i ostale banke drugog reda, velika državna poduzeća i članovi Politbiroa. Ministarstvo financija u slučaju recesije uvijek se može osloniti na anticikličko djelovanje banaka, a da u svojim službenim statistikama ne mora prijaviti višu razinu fiskalnog deficita, čije držanje pod kontrolom igra važnu ulogu u političkoj promociji kadra unutar Ministarstva. Sukladno tome, mnogi poznavatelji financijskog sustava Kine ukazuju na to da je KKP odličan 'menadžer percepcije' jer uspijeva poslati poruku da je eksplicitni kineski javni dug daleko niži od implicitnog, koji bi obuhvaćao obveze Ministarstva željeznica, provincija i vodećih državnih poduzeća (Walter i Howie, 2011.). Državna poduzeća (monopoli i oligopoli) profitiraju od iznimno jeftinog pristupa kreditima, osobito u silaznom dijelu poslovnoga ciklusa, te su i sama u mogućnosti igrati ulogu kreditora. Na ovome mjestu važno je pokazati da je s pojavom globalne financijske krize otvoren akutan problem kreditnog škripca za mala i srednja poduzeća, pa se državna poduzeća često pojavljuju kao vjerovnici izdavanjem 'kredita s crvenim šeširom'.¹³ Zbog niskog birokratskog profila rizika banke im posuđuju novac, a ona ga uz značajnu proviziju posuđuju korisnicima koji nemaju otvoren pristup zaduživanju kod banaka, što rezultira povećanim rizikom financijske nestabilnosti jer se ne zna gdje su koncentrirani rizici za inicijalne zajmodavce.¹⁴ Na koncu, najviše pozicionirani *insideri* u Politbirou profitiraju od mogućnosti održavanja čvrste kontrole nad cjelokupnim sustavom kineske političke ekonomije distribuiranjem renti i centralizacijom upravljačkih poluga u vremenima kada bi porast nezaposlenosti mogao znatno narušiti socijalnu koheziju i korodirati same fundamente političkog legitimiteta (Shih, 2008.; Shih, 2011.). Iz objašnjene uloge kontrole nad kamatnim stopama u kontekstu kineske političke ekonomije te njezine sinergije sa spletom komercijalnih i političkih imperativa kineskih banaka (pogotovo najvećih državno-komercijalnih) dolazi do istovremenog postojanja kapitalnih viškova i manjkova. Viškovi kapitala nakon namirenja potrebe za financiranjem obrtnoga kapitala i dugoročnih investicija javljaju se u slučaju državnih poduzeća zbog njihove privilegirane pozicije i percepcije nižeg rizika njihova kreditiranja od strane banaka. Taj

13 Podaci iz 2011. govore da 80 posto malih i srednjih poduzeća koristi neformalne kanale posuđivanja iz razloga što nisu u mogućnosti ponuditi kolateral ili nemaju *guanxi* (Knoop, 2013.). Na primjer 48 najuglednijih privatnih poduzeća u provinciji Fujian primilo je 2004. godine manje od pola kredita koje su tražili u iznosu od 2,58 milijardi RMB-a. S financijskim produbljivanjem nije došlo do proširenja dostupnosti financijskih usluga za većinu stanovnika, što pokazuje dokument Svjetske banke pod nazivom *Measuring Financial Inclusion: The Global Findex Database* iz 2012. godine. U dokumentu se navode podaci da je u godini koja je prethodila studiji samo 7 posto odraslih Kineza uzelo zajam od formalne financijske institucije, dok je čak 25 posto to učinilo posudbom od prijatelja ili rodbine (Kotarski, 2014.).

14 Ovdje valja navesti i problem nejednakosti jer su rente generirane na taj način svakako koncentriranije među *insiderima* u odnosu na situaciju u kojoj ne bi bilo dodatnog posrednika između malog i srednjeg poduzeća te vjerovnika.

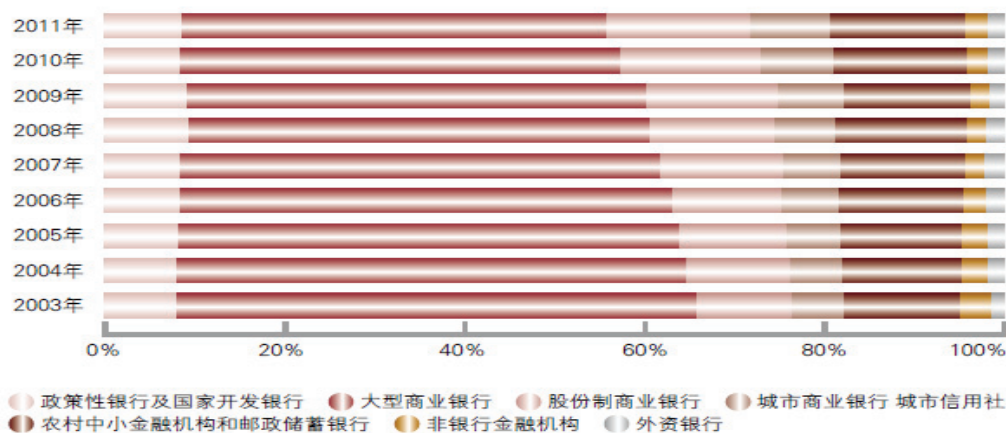
višak vrlo često završava u izgradnji prekomjernih kapaciteta i prekomjernoj poslovnoj ekspanziji s jedne strane, dok se s druge strane mnoga državna poduzeća zbog viška likvidnosti odlučuju za bavljenje spekulativnim poslovima poput kupovine nekretnina i ulaganja na tržištu kapitala.¹⁵ Nasuprot problemu viška kapitala, privatni i hibridni sektor (gradska i lokalna poduzeća s mješovitim vlasništvom) zakinuti su u pristupu kreditiranju i njima se nameće problem manjka kapitala za financiranje vlastitih poslovnih operacija.

Kao što je već rečeno, reakcija na takvo stanje od početka kineskih ekonomskih i financijskih reformi leži u pojavi neformalnih kreditnih institucija koje su u najvećoj mjeri pomogle nastanku i održavanju visokih stopa rasta (Allen et al., 2013., Tsai, 2002.). One su bile poprilično lokalne u svom obuhvatu i nisu predstavljale sistemski rizik po financijski sustav sve dok nije došlo do razvoja međubankarskog tržišta i pojave 'bankovnog sustava iz sjene'.¹⁶ No nakon izbijanja globalne financijske krize iz 2008. godine i ekspanzivne monetarne politike koja je uslijedila s ciljem uklanjanja rapidno rastuće nezaposlenosti stvaraju se povoljni uvjeti za proliferaciju 'bankovnog sustava iz sjene' koji ima mnogo dodirnih točaka s formalnim bankovnim sustavom u vidu njihove financijske isprepletenosti u sklopu sekuritizacije i razvoja. Njihova isprepletenost nakon 2008. godine raste i postaje sve manje funkcionalna zbog sve spekulativnijeg pristupa ulaganju kapitalnih viškova i likvidnosti stvorene frakcijskim sustavom bankovnih rezervi s djelomičnim pokrićem (Kotarski, 2014.).¹⁷ Osim toga, Kineska komunistička partija sve više gubi kontrolu nad stožerom kreditne ekspanzije, što pokazuju podaci koji se odnose na četiri vodeće banke poput ICBC-a, CCB-a, BOC-a i ABC-a, a što zorno predočuje Slika 1. O tome će biti više riječi u naredna dva poglavlja.

15 Franklin et al. (2013.) i Schüller (2003.) u svojim studijama zaključuju da politika i *guanxi* dominiraju u procesu donošenja odluka kineskih banaka o alokaciji kapitala te da su imuni na tržišnu disciplinu s obzirom na realnu ekonomiju te s obzirom na to da im njihova veličina i utjecaj na financijski sustav jamče opstanak neovisno o kvaliteti poslovnih odluka (engl. *too big to fail*).

16 'Bankovni sustav iz sjene' odnosi se na niz financijskih institucija kao što su novčana tržišta, *private equity*, financijski trustovi, *hedge*-fondovi i izvanbilančni bankovni entiteti (engl. Special Investment Vehicles) koje vrše iste funkcije kao i registrirane konvencionalne banke, ali nisu podložne istom stupnju regulative i supervizije rizika. Važno je napomenuti da u tom sustavu važna uloga pripada i državno-komercijalnim bankama koje financijskim inovacijama, novim proizvodima i entitetima zaobilaze službenu regulativu. Time ostvaruju više profite i ostaju u utrci s glavnim ne-bankovnim entitetima koji štedišama nude više prinose.

17 Endogena monetarna teorija stipulira da novac dolazi u optjecaj na temelju zahtjeva koji dolaze iz sektora realne i financijske ekonomije zbog rasta profitne stope te da se rezerve financijskog sektora šire ili kontrahiraju s ciljem akomodiranja potražnje za kreditima, na što utječu očekivanja i kamatne stope. U sklopu tog pristupa moguće je konstatirati da 'zajmovi stvaraju nove depozite' i da posudba povećava sumu depozita, dok otplata zajmova znači njihovo smanjenje. Prema tome, suma zajmova nije jednaka sumi depozita i banke ne trebaju povećati odgovarajući iznos depozita prije nego što izdaju zajam.



Slika 1 S lijeva na desno možemo pratiti strukturu vlasništva nad kineskom financijskom aktivom: tri glavne *policy* banke, uključujući Kinesku razvojnu banku (CDB), državno-komercijalne banke, komercijalne banke, gradske komercijalne banke i urbane kreditne kooperative, male i srednje ruralne financijske institucije i poštanske štedne banke, ne-financijske institucije i strane banke. Izvor: China Banking Regulatory Commission (2011) Annual Report.

4. Globalna financijska kriza i kineski krizni menadžment

Suočeni s rapidnim širenjem efekata globalne financijske krize, amplificiranih kolapsom američke investicijske banke Lehman Brothers u rujnu 2008., *policy-makeri* Kineske komunističke partije donijeli su koncem godine odluku o koncipiranju paketa fiskalnog stimulansa u iznosu od 4 bilijuna juana (586 milijardi dolara) u razdoblju od dvije godine, a što je bilo ekvivalentno porastu fiskalnog deficita u rasponu od 2 do 3 posto (Fardoust et al., 2012.).¹⁸ Odluka u tom smjeru bila je potrebna s obzirom na to da je prema procjenama internih partijskih organa iz siječnja 2009. godine u obalnim provincijama bez posla ostalo 20 milijuna migranata, dok je o vanjskoj trgovini ovisilo 80 milijuna radnih mjesta (Ma i Tian, 2012.). Dakle slijedeći standardne kejnzejzanske recepte, Kina je odlučno odgovorila na američku financijsku oluju. Jednogodišnji fiskalni multiplikator prema izračunima He, Zhanga i Zhanga (2009.) iznosio je 0,84 i stvorio 18-20 milijuna novih ne-agrarnih radnih mjesta. Paket fiskalnog stimulansa fokusirao

¹⁸ Godine 2008. došlo je smanjenja stope rasta globalnog *outputa* s 5,4 na 2,8 posto, dok je 2009. godine svjetski smanjen na 0,6 posto. Ako se pogleda pad razvijenih zapadnih tržišta, koja zauzimaju najveći udio u kineskoj vanjskoj trgovini, od 4 posto, onda se svakako ne treba čuditi žestini i tempiranosti brzog kineskog odgovora (Fardoust et al., 2012.).

se na 10 glavnih područja, uključujući socijalnu stanogradnju, ruralnu infrastrukturu, vodoopskrbu, električnu energiju, okoliš, tehnološke inovacije i rekonstrukciju neko-licine područja koja su prethodno bila zahvaćena prirodnim katastrofama (Tablica 1).

U slučaju velikog broja odabranih infrastrukturnih projekata radi se o projektima koji otplaćuju sami sebe, pobijajući na taj način tezu o Rikardovom načelu ekvivalentnosti na dugi rok te poboljšavajući ukupnu investicijsku klimu uklanjanjem uskih grla i privlačenjem dodatnih privatnih investicija umjesto njihova istiskivanja.¹⁹ Dakle kratkoročni efekti paketa fiskalnog stimulansa zasigurno su bili pozitivni jer su stabilizirali *output* i omogućili njegov daljnji visoki rast, a time je ostvaren i ključni cilj Partije: sprečavanje masovne nezaposlenosti i socijalnih nemira do kojih bi ona dovela u relativno kratkom vremenu. Ključan preduvjet za dugoročnu uspješnost takvih mjera odnosi se na fokusiranost na nekoliko ključnih ciljeva s pozitivnim eksternalijama, vremen-sku i financijsku ograničenost. No dugoročni efekti nastavka takve politike u sprezi s agresivnom kreditnom politikom kineskih banaka bacaju sjenu na početne uspjehe jer pojačavaju strukturalne deficite kineske ekonomije. Pritom se prvenstveno misli na pretjerano oslanjanje na porast investicija kao pokretač rasta BDP-a nauštrb jačanja komponente privatne potrošnje, pogotovo kada investicije donose sve manju graničnu korisnost. Dakle iznimno velik broj kreditiranih projekata rezultirao je i porastom projekata koji predstavljaju 'mostove i ceste koji ne vode nikamo' te financijalizacijom ekonomije zbog sve većeg koncentriranja kreditne aktivnosti na spekulativne kupovine postojeće imovine, a o čemu će biti više riječi u narednom poglavlju.²⁰ Naime od 159 najvećih državnih poduzeća značajan broj poduzeća počeo je, što za vlastiti račun, što po nalogu raznih partijskih tijela, kupovati zemljišta i nekretnine s ciljem sprečavanja implozije tržišta i/ili osiguravanja njegova rasta u smjeru stvaranja novih profitabilnih mogućnosti. Sasvim je izvjesno da realizacija potonjeg cilja, koja nije povezana s jez-grom njihovog poslovanja, ne pridonosi porastu produktivnosti i šteti njihovoj dugo-ročnoj profitabilnosti (Ma i Tian, 2012.).

Monetarni koraci koji su paralelno pratili fiskalne mjere upućuju na jedinstvenost kineskog kriznog menadžmenta u međunarodnoj usporedbi. Naime kineska središnja banka (PBOC) poduzela je u jesen 2008. godine klasične anticikličke mjere poput više-strukog spuštanja stope obveznih rezervi i eskontne kamatne stope. Ipak, ti instrumenti u svom obujmu, načinu i efektivnosti djelovanja daleko zaostaju za ukidanjem godiš-njih kreditnih kvota za nove kreditne plasmane kineskih banaka. Premda je kineski

19 Načelo Rikardove ekvivalentnosti postulira da svaka akcija u smjeru podizanja javne potrošnje s ciljem suzbijanja pada agregatne potražnje neminovno rezultira padom privatne potrošnje zbog toga što pri-vatni sektor na te okolnosti reagira odricanjem od tekuće potrošnje i povećanjem štednje, računajući na povećani teret oporezivanja u budućnosti.

20 Granični porast BDP-a generiran svakim dodatnim juanom novoga kredita pao je s 0,85 na 0,15 juana u svega pet godina od izbijanja globalne financijske krize (Evans-Pritchard, 2013.).

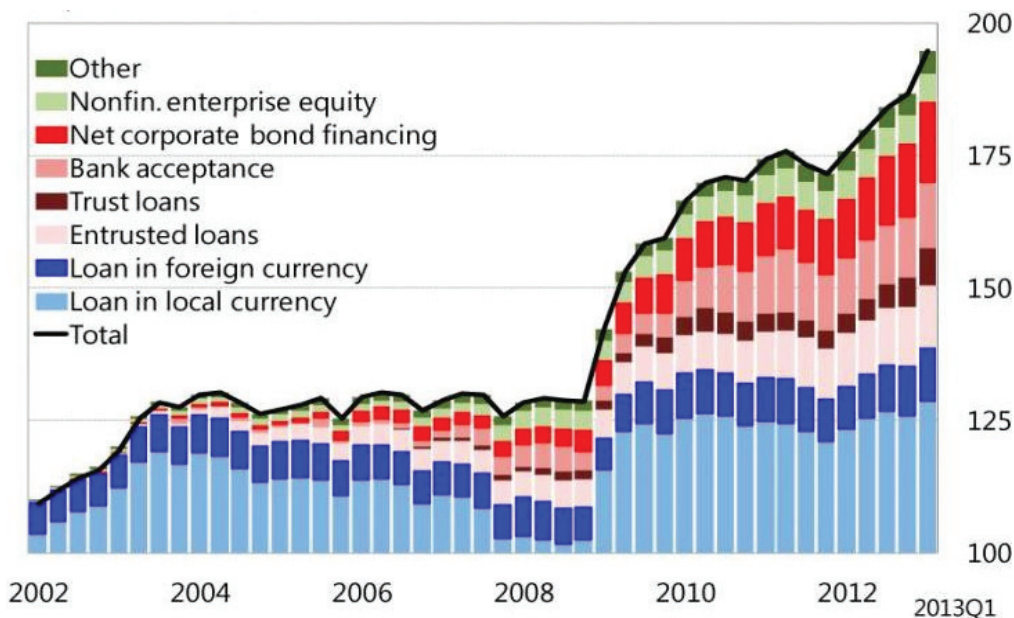
paket fiskalnih stimulansa iznosio 13 posto kineskog BDP-a, on je relativno skroman u usporedbi s implementacijom iznimno agresivne kreditne politike u svrhu realizacije investicijskih pothvata lokalnih vlasti i državnih poduzeća (Bundeszentrale für politische Bildung, 2009.). Ukupno socijalno financiranje kao najšira moguća mjera infuzije novonastale likvidnosti za financiranje cjelokupne ekonomije iznosila je 2013. godine enormnih 17,3 bilijuna juana (JP Morgan Chase, 2013.) (vidi Sliku 2).²¹ Nakon izbijanja globalne financijske krize novo kreditiranje kineskih banaka konstantno premašuje 30 posto BDP-a, a 90 posto novog kreditiranja usmjereno je na financiranje investicija u zgrade, opremu, strojeve i infrastrukturu, i to u aranžmanu u kojem prvenstveno sudjeluju državna poduzeća i državne banke, pa Svjetska banka procjenjuje da je gotovo sav rast ostvaren nakon 2008. godine ostvaren pod utjecajem državno inducirane potrošnje (Das, 2014c). Oslanjane na kreditnu ekspanziju neminovno je dovelo do enormnog porasta duga te posljednje procjene govore da se dug svih razina vlasti, korporativnog sektora i kućanstava kreće između 200 i 250 posto BDP-a, što predstavlja skok sa 140 na 150 posto BDP-a iz 2008. godine uoči izbijanja globalne financijske krize (Das, 2014b).

Kineski bankovni sustav iz sjene na početku globalne financijske krize nije izgledao velik u usporedbi s istim sustavima u Velikoj Britaniji i SAD-u. No usprkos tomu kineski sustav izuzetno je ekspandirao nakon 2008. godine. Poznati ekspert s međunarodnom reputacijom u području financijskih izvedenica, Satyajit Das, procjenjuje da se današnji kineski bankovni sustav iz sjene prema veličini vlastite aktive kreće na otprilike 70 posto BDP-a (Das, 2014b). U nekim dijelovima južne Kine poput provincija Zhejiang i Jiangsu neformalni financijski sustav (bankovni sustav iz sjene izvan dometa regulatornih tijela) narastao je do te mjere da može parirati veličini formalnog financijskog sustava. Paralelno s tim došlo je i do dramatičnog porasta ukupnog duga u privatnom sektoru, čak i u usporedbi s istim pokazateljem zaduženosti u SAD-u i eurozoni (Slika 3).

Sve veća integriranost NR Kine u globalnu financijsku superstrukturu (već spomenuta trilema otvorene ekonomije) sužava manevarski prostor Partije da kontrolira proces kreditne ekspanzije. Od iznimne je važnosti napomenuti da se tip ograničenja koji proizlazi iz egzogenoga globalnoga konteksta nadovezuje na probleme koje je Kina oduvijek imala kao nominalno unitarna zemlja (ali s izraženim decentraliziranim autoritarizmom u praksi), probleme kontrole kreditne ekspanzije na lokalnoj razini, što odlično odražava maksima: *Planine su visoke, a car je daleko*. Rezultanta svih ovih silnica leži u tome da je iz perspektive štediša, s prolazom vremena nakon izbijanja krize, čuvanje i ulaganje depozita u 'bankovnom sustavu iz sjene' nudilo daleko više mogućnosti i predstavljalo racionalan izbor za aktere s mogućnosti pristupa novim financijskim kanalima. Naime kamatne stope na depozite ne samo da čuvaju štedište od

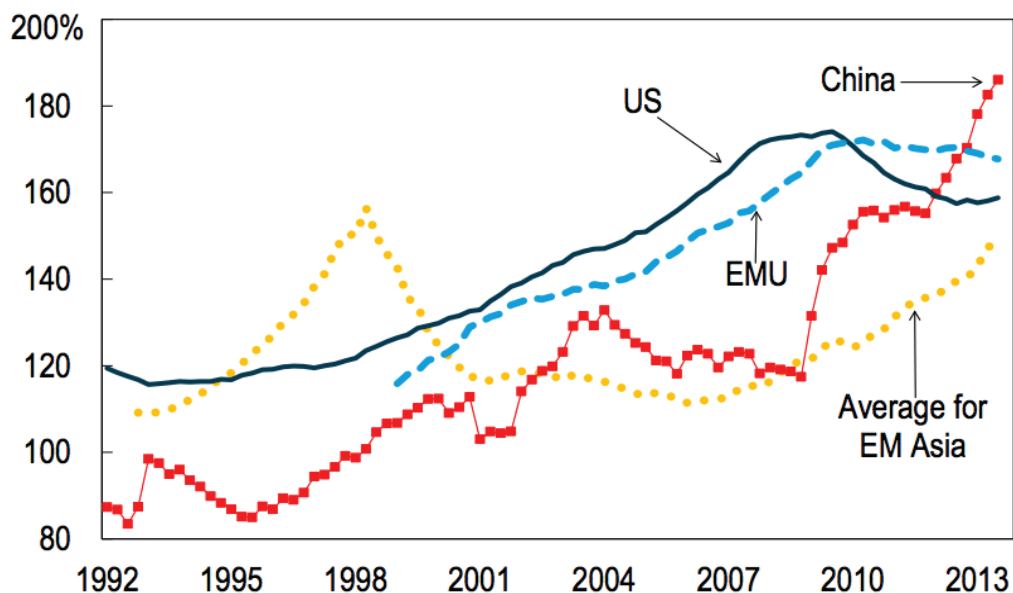
21 Važno je napomenuti da je ukupno socijalno financiranje mjera 'toka', a ne 'zalihe'.

inflacije, koja je rasla nakon 2008. godine kao odgovor na kreditnu ekspanziju i uska grla u proizvodnoj strukturi, nego su i višestruko veće od kamatnih stopa u formalnom sektoru i upravo u tome treba tražiti pogonsko gorivo 'bankarskog sustava iz sjene'. To ga čini iznimno popularnim usprkos tomu što je rizik takvog ulaganja daleko veći. Osim toga, praksa i iskustvo iz proteklih dvadeset godina pokazuju da kineske monetarne vlasti imaju naviku zauzimanja 'nojevog stava', pretvarajući se da stvari drže pod kontrolom sve dok ne izbije ozbiljan problem koji podriva financijsku i političku stabilnost zemlje.²² Svi navedeni i objašnjeni faktori zajedno tvore toksičnu smjesu koja je kulminirala ekspanzijom 'bankovnog sustava iz sjene' i financijalizacijom kineske ekonomije, a što predstavlja najveću dosadašnju prijetnju primatu Partije i političkoj stabilnosti zemlje.



Slika 2 Ukupno socijalno financiranje (TSF) kao nova mjera svježe likvidnosti za cjelokupnu ekonomiju u razdoblju od 2002. do 2012. godine. Izvor: International Business Times (2013.)

22 Dakle takva situacija zahtijeva da pravi troškovi investiranja budu sadržani u visini kamatne stope koja će biti tržišno, a ne administrativno određena (Yao, 2014.). Veća depozitarna osnovica i fleksibilno određivanje kamatne stope omogućili bi kvalitetniju procjenu rizika i suzbili negativnu selekciju, što bi povećalo posudbe malim i srednjim poduzećima koja imaju daleko višu produktivnost u odnosu na konkurente iz državnog sektora.



Slika 3 Porast duga kućanstava i nefinancijskog korporativnog sektora u Kini, eurozoni, SAD-u i usporedba s prosjekom tržišta u nastajanju u Aziji. Izvor: Business Insider (2014.)

Tablica 1

| Stavke fiskalnog paketa | Iznos (milijarde RMB-a) | Postotan iznos (%) |
|--|----------------------------|-----------------------|
| Transport i energetske mreže | 1800 | 45 |
| Rekonstrukcija nakon potresa u Sichuanu | 1000 | 25 |
| Ruralna infrastruktura | 370 | 9,25 |
| Okolišni projekti | 350 | 8,75 |
| Socijalna stanogradnja | 280 | 7 |
| Istraživanje i razvoj | 160 | 4 |
| Zdravstvo i obrazovanje | 40 | 1 |
| Ukupan iznos | 4000 | 100 |

Izvor: Ma i Tian (2012.)

Rezimirajući specifičnosti kineskog kriznog menadžmenta, one se mogu sažeti u četiri ključne točke (Bundeszentrale für politische Bildung, 2009.):

1. Kineske vlasti bile su u stanju alarmiranosti već tjednima prije kraha investicijske banke Lehman Brothers.

2. Kineske vlasti mogle su implementirati brz i efektivan krizni menadžment zbog mogućnosti oslanjanja na hijerarhijske komunikacijske i kontrolne strukture jedno-partijske države, kao i uigrane mehanizme planiranja i provođenja investicija koji vuku svoje korijene iz razdoblja centralno-planske ekonomije.

3. Najveći dio financijskih sredstava korišten u anticikličkoj politici ne potječe od središnje vlasti, već s provincijskih i lokalnih razina koje se financiraju u najvećoj mjeri kreditima državno-komercijalnih i ostalih banaka pod čvrstom kontrolom Partije.

4. Kineski krizni menadžment rezultirao je nedvosmislenim širenjem uloge države u kreiranju ekonomske politike: prema nalogu središnje vlasti državno-komercijalne banke kreditiraju lokalne vlasti koje novooslobođenu likvidnost koriste za narudžbe i realizaciju investicijskih projekata od poduzeća u državnom vlasništvu.

Ipak, zamka cjelokupne strategije kineskog kriznog menadžmenta u borbi protiv recesije leži u činjenici da je Partija 2008. godine otvaranjem 'kreditne brane' ekonomiju poplavila likvidnošću i učinila je ovisnom o njezinom konstantnom dotoku kako bi se izbjegao kolaps cjelokupnog sustava. U procesu su stvorene i ojačane mnoge interesne skupine (pogotovo financijska elita) koje se odupiru jedinom modelu koji Kina poznaje kroz povijest kao jamca političke stabilnosti, modelu središnje kontrole. Već spomenute riječi Dai Bingguoa dodatno dobivaju na značenju jer u Kini trenutačno ispod naizgled mirne površine tutnji rat za prevlast između Partije i bankarskog sustava iz sjene koji će odrediti budućnost Kine.

Usprkos pokušaju strože regulative 'bankarski sustav iz sjene' pokazuje se kao iznimno spreman na metamorfozu i fleksibilan poput vode koja pronalazi najmanju pukotinu kako bi prodrla u stijenu. Naime interesi Partije i rastućeg 'bankarskog sustava iz sjene' bili su simetrični u prvoj fazi borbe protiv recesije, ali oni u posljednje tri godine sve više divergiraju jer dio partijske elite shvaća da upravljaju sve brže jurećim kreditnim vlakom, u sklopu čije konstrukcije oni kao inženjeri nisu mislili na kočnice. Odlučivši se 2008. godine za daleko više stope rasta uz pomoć kreditne ekspanzije i posljednjeg porasta duga, Partija je subordinirala imperativ dugoročne stabilnosti sustava njegovoj kratkoročnoj stabilizaciji jer nije mogla postići konsenzus potreban za dublje reforme usmjerene na povećanje produktivnost i stope rasta zbog veto-uloge moćnih interesnih skupina. Time je neminovno stvorila nove centre moći izvan same jezgre partijske središnje kontrole, odnosno njezina kontrolna ploča postala je sve kompliciranija zbog novih poluga, dugmeta i mehanizama. Situaciju upravljanja dodatno otežava klima stalno rastućih očekivanja u sklopu koje u posljednjih 20 godina sve veći broj

interesnih skupina i pojedinaca smatra da je otkriven ekonomski ekvivalent *perpetuum mobile* te da Partija mora igrati ključnu ulogu u njegovom podržavanju zbog toga što se iz toga derivira njezin legitimitet.

5. Politički izazovi reformi financijalizirane ekonomije Kine

Na početku ove cjeline potrebno je definirati pojam financijalizacije kao proces financijskog produbljivanja nauštrb sektora realne ekonomije. Stephen G. Cecchetti i Enisse Kharroubi (2012.) iz Banke za međunarodna poravnanja smatraju da rapidan rast financijskog sektora smanjuje porast produktivnosti u drugim sektorima. U svojem istraživanju koristili su 20 razvijenih zemalja te su tom prigodom utvrdili postojanje negativne korelacije između udjela financijskog sektora u BDP-u i zdravlja sektora realne ekonomije. Zapravo, pretjerano financijsko produbljivanje bez stvaranja kapaciteta za servisiranje duga vodi u financijalizaciju ekonomije. Ukupna likvidnost u odnosu na produktivan kapacitet nacionalne ekonomije SAD-a 2007. godine bila je za 20 posto viša od potrebne, a u Kini je trenutačno na istoj razini, što nagoviješta problematičan scenarij financijske krize ukoliko izostanu ozbiljne i kredibilne reformske mjere (Lee et al., 2013.).

U slučaju NR Kine središnja vlast godinama je tolerirala ili čak podgrijavała rastuću aktivnost na tržištu nekretnina i tržištu kapitala, ali se nekoliko godina nakon izbivanja globalne financijske krize nalazi pred velikim izazovom – koje interese štititi i kako izbjeći nastupanje razorne financijske krize. S jedne strane prejak ‘pritisak na kočnicu’ kreditne ekspanzije mogao bi izazvati naglu i totalnu rasprodaju financijske imovine te izazvati teške posljedice po niz interesnih skupina koje su vezane uz tržište nekretnina: bankovni sustav, ‘bankovni sustav iz sjene’, lokalne vlasti koje su same investirale u tržište ili ovise o izvanproračunskim prihodima dobivenim od prodaje zemlje *developeri*, ne-financijski korporativni sektor koji je ulagao u nekretnine te srednju klasu koja je investirala u nekretnine u nedostatku drugih opcija za pohranjivanje vlastite neto vrijednosti.²³ Sve su te interesne skupine izrazito vokalne i relativno homogene, dok s druge strane stoji dio ruralnog stanovništva te migranti koji bi rado preselili u gradove, ali se suočavaju s problemom *hukoa* i previsokim cijenama nekretnina s obzirom na

23 Ekonomske reforme rapidno mijenjaju kinesku društvenu strukturu u tolikoj mjeri da partijski funkcionari sve teže raspoznaju socijalne skupine koje predstavljaju prijetnju od onih koje to nisu. Neizvjesnost procesa prijenosa moći u kineskom političkom sustavu i percipirane prijetnje izvana uparene su s istinskim strahom partijske elite od unutarnje socijalne nestabilnosti, što često dovodi do primjene paranoidnih i represivnih mjera (Shambaugh, 2008.). Stoga se vrlo često kao politički prigodno rješenje u sklopu pristupa ‘mrkve i batine’ smatra toleriranje rastuće likvidnosti u sustavu i namirenje interesa novonastajućih interesnih skupina njihovom kooptacijom.

njihov dohodak, pa bi im pad cijena nekretnina dugoročno odgovarao.²⁴, ²⁵ Iz ovoga je vidljivo da je pozicija središnje vlasti nezavidna jer na dugi rok ne može dopustiti slom tržišta nekretnina na daleko višim valuacijama i s još većom napregnutosti bilanci vjerovnika, ali se i vrlo teško može kratkoročno suočiti s rješenjima koja su potrebna kako bi se prevenirao takav scenarij, tj. kontroliranim i postupnim ispuhivanjem financijskog mjehura.

U svrhu boljeg razumijevanja političke pozadine reformi koje bi dovele do prelaska na održiviju strukturu javnog financiranja i uklanjanja pogubnih prijetnji koje proizlaze iz daljnje financijalizacije kineske ekonomije svakako je potrebno imati na umu sljedeće elemente. U trenutačnoj situaciji, provincijska i lokalna vodstva previše se oslanjaju na prodaju zemljišta kako bi financirala javnu potrošnju, a u tom kontekstu bujaju prilike za koruptivne aranžmane između lokalne političke elite i *developera*.²⁶ Podaci MMF-a pokazuju da 39 posto ukupnih poreznih prihoda provincijskih vodstava ovisi o prodaji zemljišta i o porezima povezanim s nekretninskim poslovanjem. Fiskalni deficit središnje države iznosio bi 10 posto BDP-a da se iz izračuna poreznih prihoda isključe prethodno navedeni prihodi (Ilargi Meijer, 2014.). Umjesto takve strukture financiranja u kojoj lokalne i provincijske vlasti primaju samo 40 posto poreznih prihoda, a zadužene su za 80 posto rashoda (Tao-chiu, 2010.), pomak prema održivijem modelu ustroja javne administracije implicirao bi uvođenje većeg broja ekoloških poreza kako bi se smanjile negativne eksternalije koje proizlaze iz kroničnog zagađenja zraka, zemljišta i vode; progresivniji porez na kapitalne dobitke i u konačnici porez na imovinu koji bi destimulirao pregrijavanje na tržištu nekretnina. Osim toga, središnja vlast trebala bi u većoj mjeri osigurati isplate dividendi državnih poduzeća u monopolističkim i oligopolističkim sektorima prema središnjem državnom proračunu kako bi se osigurala sredstava za financiranje javnih dobara.²⁷ No svi ti potezi nailaze na žestok otpor ukorijenjenih interesa. François Godement (2013.) karakterizira upravo ovakvo

24 S druge strane izazov po njihovu materijalnu situaciju predstavlja mogućnost pojave nesolventnih banaka u kojima bi mogla biti koncentrirana njihova štednja.

25 Slobodna i neograničena mobilnost rada ne postoji u Kini od 1958. godine kao posljedica uvođenja sustava *hukou* ili registracije kućanstava na određenoj adresi, i u tome treba tražiti korijene kineske dualne ekonomije. Sustav je imao svoju logiku u ciljevima centralno-planske ekonomije s ciljem da se ograniči migracija na relaciji grad-selo jer se vezivanjem prebivališta najvećeg dijela stanovništva uz ruralne sredine željelo postići stvaranje poljoprivrednog viška potrebnog za nastanak teške industrije.

26 To najčešće dovodi do dokidanja prava seljaka da koriste zemlje uz minimalnu kompenzaciju, a što rezultira povećanim brojem socijalnih incidenata koji narušavaju ključni prioritet Partije, stabilnost. Lokalne vlasti zadužene su za 80 posto ukupnih javnih rashoda, a imaju na dispoziciji oko 40 posto ukupnih prihoda.

27 Stotinu i sedamnaest trenutačno najvećih državnih poduzeća plaća između 5-20 posto, ovisno o sektoru, i dogovoreno je dodatno povećanje od 5 postotnih poena u narednom razdoblju nakon treće plenarne sjednice Centralnoga komiteta KKP-a.

stanje moderne Kine kao 'zamku uspjeha' budući da su uspjesi u proteklih 30 godina reformi stvorili moćne interesne skupine koje su u nedostatku mogućnosti održavanja postojećega smjera spremne ljubomorno čuvati *status quo*, čak i pod cijenu silazne putanje kineske ekonomije.

Govoreći o financijalizaciji i enormnom porastu loše strukture kineskog duga u tako kratkom roku, važno je osvrnuti se na njegove ekonomske i političke reperkusije. Zapravo, nemoguće je eliminirati loše dugove iz sustava bez pripisivanja gubitaka određenim sektorima, bilo njihovim iskazivanjem u realnom vremenu ili nastupajućim razdobljem amortizacije duga.²⁸ Socijalizacija duga i njegovo posljedično prenošenje s jednog entiteta na drugi ne mijenjaju ovu fundamentalnu logiku. U slučaju Kine dugove je moguće pripisati pojedinim sektorima u različitim omjerima te se ovdje primarno misli na sektor kućanstava, korporativni sektor ili vladin sektor. Gubici skriveni pod okriljem izvanbilančnih entiteta mogu biti pripisani pretežito sektoru kućanstava te će se u tom slučaju to negativno odraziti na porast dohotka po stopi nižoj od stope BDP-a, na čemu bi se trebao temeljiti novi kineski razvojni model izveden iz jačanja domaće potrošnje i smanjenja dohodovne nejednakosti. S druge strane središnja vlast može odlučiti da privatni korporativni sektor snosi najveći teret loših dugova, što je vidljivo u administrativnom povećanju nadnica u tom sektoru koje nadilaze stopu produktivnosti (na taj način kompenzira se pad kupovne moći negativnim efektima financijske represije na štednju građana). U tom slučaju dolazi do podrivanja ključnog motora budućeg porasta produktivnosti u kineskoj ekonomiji. Konačno, pripisivanje tereta loših i nenaplativih dugova kineskom državnom sektoru kroz reformu *hukou* sustava, reformu upravljanja zemljišnom reformom koja bi smanjila ulogu financiranja lokalnih vlasti prodajom zemlje *developerima*, liberalizaciju kamatnih stopa te postupnim otvaranjem kapitalnog računa bilance plaćanja i privatizacijom dijela državne imovine, svakako slabi i upliv partijskih struktura na kreiranje ekonomske politike i zasigurno vodi prema smanjenju socijalne polarizacije na relaciji *insideri-outsideri*, koja je postala sve izraženija u razdoblju kineske ekonomske transformacije (Pettis, 2013.). Narednih godinu ili dvije dana bit će ključni jer će nakon konsolidacije moći pete generacije lidera pokazati distribuciju troškova uklanjanja postojećih neravnoteža pokušajem provođenja reformi i njihove kompatibilnosti s održavanjem relativno stabilnih stopa rasta i ukupne političke stabilnosti.

28 Kinesko vodstvo živi u iluziji da može izbjeći troškove promašenih ulaganja prolongiranjem otplate kredita u budućnost, o čemu svjedoči produženje roka otplate i do četiri godine za 1500-2000 milijardi dolara duga koji dolazi na naplatu u naredne dvije do tri godine (Das, 2014a).

6. Kineski *Minsky moment*?

U samo pet godina kineska bankovna aktiva porasla je za nevjerojatnih 15000 milijardi, s 8000 na 24000 milijardi dolara. Drugim riječima, Kina je povećala svoju financijsku bilancu za više od 50 posto u odnosu na kombiniranu aktivu FED-a, ECB-a i BOJ-a (Zero Hedge, 2014.). Iz toga se može vidjeti da iznad određene točke financijsko produbljivanje postaje pogubno po ekonomiju i prelazi u financijalizaciju kao dominaciju imperativa financijske ekonomije u odnosu na ciljeve sektora realne ekonomije. Umjesto da osigura kisik realnoj ekonomiji u svrhu zdrave strukture ekonomskog rasta, financijalizacija izvlači kisik iz sustava i počinje ga postupno gušiti. Američki ekonomist Hyman Minsky (2008.) vjerovao je da prociklička povećanja ponude kredita u dobrim vremenima i smanjenje ponude kredita u ekonomski manje poletnim vremenima kontrakcije i razduživanja neminovno vode prema krhkosti financijskih aranžmana. Upravo u tome leži logika hipoteze o financijskoj nestabilnosti, u sklopu koje razdoblje razmjernje financijske stabilnosti generira razdoblje nestabilnosti i krize. On je također razlikovao tri vrste financija: financije 'hedžinga', spekulativne financije i Ponzijeve financije na osnovi odnosa između poslovnog dohotka pojedinačnih zajmo-primatelja i njihovih plaćanja u servisiranju dugova. Istu logiku moguće je primijeniti promatrajući cjelokupne ekonomije te odnos njihove stope rasta BDP-a i stope rasta ukupnog zaduženja.

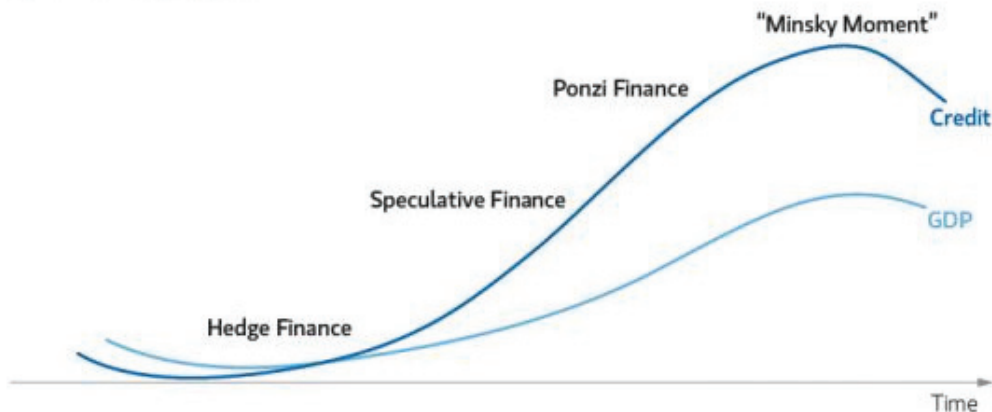
1. Tvrtka je u skupini financija 'hedžinga' ako je njezin očekivani poslovni dohodak više nego dovoljan da plati kamatu i predviđeno smanjenje zaduženosti.

2. Tvrtka je u skupini spekulativnih financija ako je njezin očekivani poslovni dohodak dovoljan da plati kamatu na svoju zaduženost, međutim tvrtka mora koristiti novac od novih zajmova da otplati djelomične ili cijele iznose glavnice što ih duguje na temelju dospjelih zajmova.

3. Tvrtka je u skupini Ponzijevih financija ako njezin očekivani poslovni dohodak vjerojatno nije dovoljan da plati cijelu kamatu na svoju zaduženost u predviđenom roku dospijeca (tvrtka stoga mora ili povećati svoju zaduženost ili prodati dio imovine).

Kada dođe do usporavanja gospodarstva, neke od tvrtki koje su bile angažirane u financijama 'hedžinga' bivaju premještene u skupinu spekulacijskih financija, a neke od tvrtki koje su bile angažirane u spekulativnim financijama utvrđuju da su sada u skupini Ponzijevih financija. Istu logiku moguće je primijeniti na odnos porasta duga cjelokupne ekonomije neke zemlje i/ili grada te kapaciteta potrebnih za njegovu otplatu (Slika 4).²⁹

²⁹ Omjer ukupnog duga i prihoda Chongqinga, Pekinga i Šangaja popeo se na 156, 135, odnosno 123 posto (Dexter, 2014.). Grad Tijanin potrošio je 160 milijardi dolara s namjerom da postane novo financijsko središte Kine, što je krajnje iluzorno ukoliko se ima na umu postojanje velikih financijskih centara u Šangaju i Shenzhenu (Das, 2014a).

Display 1: China's Minsky Moment ApproachingStylized "Minsky Cycle"⁷

Source: MSIM Global Multi-Asset Team analysis.

Slika 4 Nakon izbijanja globalne financijske krize iz 2008. i specifičnog kineskog kriznog meandžmenta vidljivo je da odnos porasta kredita i BDP-a sve više divergira u smislu da je potrebno sve više jedinica duga za svaku graničnu jedinicu BDP-a. Iz ovoga je vidljivo da se kineska ekonomije sve opasnije približava fazi Ponzijevih financija. Izvor: Zero Hedge (2014.)

Nedavna studija identificirala je najpouzdaniji signal koji upozorava na izbijanje financijske krize, a on se odnosi na 'kreditni jaz' ili stope rasta kredita u korporativnom sektoru u odnosu na BDP u razdoblju od pet godina (Sharma, 2014.). U Kini taj jaz iznosi šokantnih 71 postotni poen, dovodeći do rasta ukupnog duga na razinu od 230 posto BDP-a. Komparativna povijesna analiza ukazuje na to da takve epizode nemaju sretan završetak. Naime uzimajući u obzir epizode najekstremnijih primjera kreditne ekspanzije (njih 0,5 posto), vidljivo je da je u slučaju njih 33 uočljiv 'kreditni jaz' od minimalno 42 postotna poena. Dakle od ukupno 33 identificirane epizode, u njih 22 u roku od pet godina izbila je žestoka financijska kriza, pri čemu je prosječna stopa njihova ekonomskog rasta pala s 5,2 na 1,8 posto (Sharma, 2014.).

Govoreći o otpornosti kineskog financijskog sustava na pojavu bankovne krize i mogućnosti njezinog prevladavanja najčešće se koriste sljedeći argumenti: najveće devizne rezerve na svijetu koje su u ožujku iznosile više od 3800 milijardi dolara i još uvijek značajan suficit na tekućem računu bilance plaćanja od 2 posto kineskog BDP-a u odnosu na siječanj 2013., a što bitno smanjuje ovisnost Kine o inozemnom priljevu/od-

ljevu kapitala kao faktoru stabilnosti (Trading Economics, 2014.). Osim toga, kineske banke posjeduju jaku depozitnu bazu te imaju nizak omjer zajmova naspram depozita kao sredstva financiranja svoje aktive (nizak stupanj financijske poluge). Prema postojećim pravilima Kineske bankovne regulatorne komisije (China Banking Regulatory Commission) dopušteni omjer zajmova naspram depozita iznosi 0,75:1, a najveće banke imaju omjer daleko ispod dopuštenoga, na 0,66:1 (Blade Barron, 2014.). Međutim povijest pokazuje da, iako jaka eksterna pozicija zemlje kao neto-vjerovnika štiti zemlju od valutne krize, ona zasigurno nije jamstvo stabilnosti bankovnog sustava.³⁰ Vrlo važnu usporedbu moguće je učiniti s Tajvanom koji je pretrpio bankovnu krizu 1995. godine usprkos činjenici da su njegove devizne rezerve činile 45 posto BDP-a (nešto više nego što je to danas slučaj s NR Kinom). Tajvanske banke također su bile obilježene niskim omjerom zajmova i depozita te nisu uspjele izbjeći krizu u bankovnom sustavu, dok su japanske 1970-ih i malezijske 1990-ih doživjele istu sudbinu usprkos činjenici da je stopa štednje iznosila 40 posto BDP-a (Wolf, 2014.). Neki financijski stručnjaci poput Petera Sandsa iz banke Standard Chartered tvrde da je Kina na sigurnom terenu budući da je bilježila povećanje duga koji je financirao investicije umjesto potrošnje te da je korporativni sektor glavni dužnik, daleko ispred sektora kućanstava. Ipak, ovaj argument teško je održiv ukoliko se uzme u obzir hipoteza Hymana Minskyja o financijskoj nestabilnosti. Naime Minsky tvrdi da impuls za procikličku promjenu u ponudi kredita prvenstveno dolazi iz svijeta korporativnih financija (Minsky, 2008.).

Osim toga, ne smije se zanemariti činjenica kvalitete i strukture kreditnih plasmana. Do izbijanja globalne financijske krize iz 2008. godine dug je prvenstveno financirao nove investicijske projekte, ali nakon stabilizacije *outputa* primjenom ekspanzivne monetarne politike i uz labav nadzor implementacije politike osiguranja financijske stabilnosti dolazi u sve većoj mjeri do financiranja kupovine postojeće imovine izdavanjem novog duga, što neminovno vodi prema inflaciji cijena različitih kategorija financijske i realne imovine. Naime usporednim praćenjem bruto tvorbe fiksnoga kapitala i ukupne razine investicija u odnosu na BDP moguće je pratiti nešto višu razinu investicija u odnosu na bruto tvorbu fiksnoga kapitala (Kotarski, 2014.), no Satyajit Das ističe da je postotak bruto tvorbe fiksnoga kapitala trenutačno pao na svega 70 posto fiksnih investicija, što potvrđuje pretpostavku da je osim deprecijacije i korupcije rastuću razliku između ta dva pokazatelja moguće objasniti sve većim brojem transakcija koje uključuju kupovinu postojeće imovine po sve višim cijenama (Das, 2014a).³¹ Financijalizacija

30 Devizne rezerve nije moguće koristiti kao 'nacionalnu kasicu-prasicu' jer njihova rasprodaja rezultira smanjenjem njihove realne vrijednosti i aprecijacijom nacionalne valute te izaziva nepodudarnost u strukturi aktive i pasive središnje banke.

31 Studija MMF-a koju su izveli Lee, Syed i Xueyan (2013.) pokazuje da bi Kina profitirala od smanjenja investicijske komponente BDP-a za barem 10 postotnih poena zbog toga što se investicije financiraju neto-transferom od kućanstava prema velikim državnim poduzećima u iznosu od 4 posto BDP-a, dok u transferu sudjeluju i mala te srednja poduzeća kroz višu cijenu kapitala.

kineske ekonomije u razdoblju nakon izbijanja globalne financijske krize vodi u samo oko financijske oluje i to jasno pokazuju podaci ekonomistice Wei Yao koja je koristila metodologiju Banke za međunarodna poravnanja te izračunala omjer godišnjeg refinanciranja duga i kineskog BDP-a. Rezultat ukazuje na zaprepašujuću činjenicu da Kina godišnje treba refinancirati 30 posto BDP-a, pri čemu otprilike 11 posto odlazi na plaćanje kamata, dok 19 posto odlazi na otplatu glavnice (Das, 2014a). Prema tomu, današnja Kina nalazi se u stadiju između spekulativnih i Ponzijevih financija zbog sve bržeg rasta duga u odnosu na rast BDP-a te povijesna analiza pokazuje da je mnogo ekonomija sa sličnim ili čak daleko nižim omjerom, poput Finske (1990.), Južne Koreje (1997.), Velike Britanije i SAD-a (2008. i 2009.), završilo zahvaćeno razornim posljedicama financijske krize (MacKenzie, 2013.).

Zaključak

Glavna pouka koju središnja vlast u Pekingu mora izvući iz sve neizvjesnijeg i kompleksnijeg okruženja odnosi se upravo na potrebu usporavanja rasta pogonjenog kreditnom ekspanzijom i ukrcavanja na smjer značajnih političkih, ekonomskih i financijskih reformi. Sasvim je izvjesno da stavljanje kineskog rasta i razvoja na održiviju i stabilniju osnovu zahtijeva uvođenje participativnijih političkih institucija te temeljito promišljanje i reviziju funkcioniranja financijskog sustava. Naime ove reforme od iznimne su važnosti zbog toga što će se njihova dinamika i konačni rezultati pokazati ili kao teret ili odskočna daska za daljnji razvoj ekonomije NR Kine, a imat će i ogroman utjecaj na ostatak svijeta jer je Kina prema veličini trgovine prvi ili drugi trgovinski partner gotovo stotine zemalja.

Usprkos relativno brzjoj konsolidaciji političke moći u rukama Xi Jinpinga i Li Keqianganga kao ključnih figura pete generacije lidera KKP-a, zabrinjavajuće je to što se ne može vidjeti oštar zaokret od postojeće kreditne ekspanzije u svrhu osiguranja 'mekog slijetanja' koje bi značajno smanjilo stope ekonomskog rasta koje se trenutačno kreću između 7 i 8 posto. Politički odabir između odgađanja vitalnih reformi poput reformi javnih financija na relaciji između središnje i provincijskih vlasti, liberalizacije kamatnih stopa, postupne liberalizacije kapitalnog računa,³² reforme sustava *hukou* u svrhu stvaranja održivog procesa urbanizacije te njihovog dosljednog i kredibilnog provo-

32 Liberalizacija kapitalnog računa bilance plaćanja treba biti postupna jer će u protivnom u očekivanju daljnje aprecijacije juana rezultirati procikličkim priljevom spekulativnog kapitala koji će amplificirati postojeće kineske financijske ravnoteže i rezultirati izbijanjem razorne financijske krize. Dakle Kina bi se u razdoblju postupne liberalizacije trebala osloniti na aprecijaciju realnog umjesto nominalnog deviznog tečaja jer će upravo takav scenarij dovesti do porasta nadnica i pomaka prema domaćim izvorima potrošnje i rasta BDP-a, umjesto aprecijacije koja će isključivo poslužiti spekulativnim interesima financijskih aktera spremnih na brzo preslagivanje međunarodnog financijskog portfelja.

đenja u svrhu ostvarenja vizije održive i inkluzivne ekonomije, sasvim će sigurno dati odgovor na pitanje scenarija koji se može očekivati u Kini u roku od svega nekoliko godina. S jedne strane nalazi se scenarij 'tvrdog slijetanja' sa svim reperkusijama po kinesku političku i ekonomsku stabilnost te oporavak izuzetno krhke svjetske ekonomije, dok se s druge strane nalazi 'meko slijetanje' sa svim dobrobitima inkluzivnog i održivog kineskog rasta. Analiza političke ekonomije reformi financijalizirane ekonomije daje nam jasnu konstelaciju najvažnijih prepreka, aktera i scenarija na potonjem putu. Naime nemoguće je prodrijeti u crnu kutiju političkog odlučivanja imajući na umu neprozirnost grupne dinamike sedam članova Stalnog odbora Politbiroa i njihove prateće klijentelističke mreže. No čak i pod pretpostavkom reformistički nastrojene koalicije i osvijestjenosti o potrebnim reformama ne postoji izvjesnost da će one i uspjeti. Ipak, jedno je sasvim sigurno; era visokih stopa rasta, grubog državnog intervencionizma i prividne stabilnosti pod egidom neprikosnovenog primata Partije pripada prošlosti, a potreba za pronalaskom novog izvora političke legitimnosti Kineske komunističke partije postaje pitanje njezina opstanka.

Literatura

- Allen, Franklin; Qian, Jun 'QJ'; Zhang, Chenying i Mengxin Zhao. China's Financial System: Opportunities and Challenges. U: Joseph P. H. Fan i Randall Morck, ur. *Capitalizing China*. Chicago University Press, 2013. Chicago: 63-143.
- Blade Barron, Oliver. China Bank Loans: Reform and Bust. 2014.
<http://www.forbes.com/sites/oliverbarron/2014/02/17/china-bank-loans-reform-or-bust/> (pristupljeno 20. travnja 2014.)
- Bundeszentrale für die politische Bildung. China und die internationale Finanzkrise. 2009. <http://www.bpb.de/internationales/asien/china/44282/finanzkrise?p=0> (pristupljeno 30. travnja 2014.)
- Cecchetti, Stephen G. i Enisse Kharroubi. Reassessing the impact of finance on growth. *Bank for International Settlements Working Paper No. 381*. 2012.
- Chen, Yulu. Ma, Yong i Ke Tang. The Chinese Financial System at the Dawn of the 21st Century: An Overview. 2011. *The IEB International Journal of Finance* (2): 2-41
- China Banking Regulatory Commission. *CBRC Annual Report 2011*.
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2013/8FC77357E36D44D2BD8B3C4BE97F965F.pdf> (pristupljeno 2. srpnja 2013.)
- Das, Satyajit. 2014a. China's Debt Endgames.
<http://www.economonitor.com/blog/2014/04/chinas-debt-endgames/> (pristupljeno 27. travnja 2014.)
- Das, Satyajit. 2014b. China's Shadow Banking System.

- <http://www.economonitor.com/blog/2014/04/chinas-shadow-banking-system/> (pristupljeno 27. travnja 2014.)
- Das, Satyajit. 2014c. China's Debt Vulnerability. <http://www.economonitor.com/blog/2014/04/chinas-debt-vulnerability/> (pristupljeno 27. travnja 2014.)
- Dexter, Robert. 2014. *Where is China's Debt Bomb Hiding?* <http://www.businessweek.com/articles/2014-03-26/where-is-chinas-debt-bomb-hiding> (pristupljeno 21. travnja 2014.)
- Evans-Pritchard, Ambrose. Fitch says China credit bubble unprecedented in modern world history. *The Telegraph*. 2013. <http://www.telegraph.co.uk/finance/china-business/10123507/Fitch-says-China-credit-bubble-unprecedented-in-modern-world-history.html> (pristupljeno 10. srpnja 2013.)
- Fardoust, Shahrokh, Justin Yifu Lin i Xubei Luo. Demystifying China's Financial Stimulus. 2012. <http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-6221> (pristupljeno 21. travnja 2014.)
- Godement, François. 'Xi Jinping's China', European Council on Foreign Relations. 2013. http://ecfr.eu/page/-/ECFR85_XI_JINPING_CHINA_ESSAY_AW.pdf (pristupljeno 26. srpnja 2013.)
- He, D., Z. Zhang i W. Zhang. How Large Will Be the Effect of China's Fiscal Stimulus Package on Output and Employment? 2009. *Pacific Economic Review* 14 (5): 730–44.
- Ilargi Meijer, Raúl. *A Stampede of Elephants in the China Shop*. 2014. <http://www.nakedcapitalism.com/2014/05/ilargi-stampede-in-the-china-shop.html> (pristupljeno 10. svibnja 2014.)
- Jinglian, Wu. China's Economy: 60 Years of Progress. 2009. *Caijing*. <http://english.caijing.com.cn/2009-09-30/110269580.html> (pristupljeno 25. travnja 2013.)
- JP Morgan Chase Bank. 2013. Economic Research Global Watch Data. <https://markets.jpmorgan.com/research/email/haurd9nr/GPS-1060091-0> (pristupljeno 28. travnja 2014.)
- Kotarski, Kristijan. *Financijalizacija, dohodovna nejednakost i struktura BDP-a: međudnos političke elite i financijskih institucija na primjeru NR Kine*, 2014. http://bib.irb.hr/datoteka/690607.FAKULTET_POLITIKIH_ZNANOSTI_-_doktorska_disertacija_Kotarski.pdf
- Knoop, Todd. *Global Finance in Emerging Market Economies*. Abingdon: Routledge, 2013.

- Lee, Hounq Li, Syed Murtaza i Xin Wang. Two Sides of the Same Coin? Rebalancing and Inclusive Growth in China. *IMF Worling Papers* WP/13/185, Washington, D.C., 2013.
- Ma, Jiang i Lihui Tian. Global Financial Crisis and China's Transition: Balancing Market Power with Active Role of the Government. *International Economic Journal*. 26:3. 379-389. 2012. DOI: 10.1080/10168737.2012.707877
- MacKenzie, Kate. China's Debt Servicing Cost and dat Minsky. 2013. <http://ftalphaville.ft.com/2013/06/04/1523692/estimating-chinas-debt-servicing-ratio/> (pristupljeno 20. travnja 2014.)
- Martin, Michael F. China's Banking System: Issues for Congress. *Congressional Research Service*. 2013. www.fas.org/sgp/crs/row/R42380.pdf (pristupljeno 14. srpnja 2013.)
- McGregor, Richard. *The Party: The Secret World of China's Communist Rulers*. Harper Collins: New York, 2011.
- McKinnon, Robert. China's Currency Conundrum. 2014. <http://www.project-syndicate.org/commentary/ronald-mckinnon-warns-that-foreign-pressure-for-renminbi-appreciation-risks-triggering-inflows-of-hot-money> (pristupljeno 20. travnja 2014.)
- Minsky, Hyman. *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill: New York, 2008.
- Naughton, Barry. *Growing out of the Plan: Chinese Economic Reform 1978-1993*. Cambridge University Press: Cambridge, 1995.
- Pettis, Michael. *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring*. Carnegie Endowment for International Peace. Washington, D.C., 2013.
- Qian, Yingyi. How Reform Worked in China. *William Davidson Working Paper Number 473*. University of Michigan Business School, 2002. <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/39858/wp473.pdf?sequence=3> (pristupljeno 19. rujna 2013.)
- Sanders, Richard i Chen Yang. China's Path to the 'New Economy' – An Institutional Approach. *Journal of Transforming Economies and Societies*. 2(36): 32-45, 2003.
- Schüller, Margot. 2003b. Financial system reform in China. U: Maximilian J.B. Hall, ur. *The International Handbook on Financial Reform*. Edward Elgar Publishing. Cheltenham: 73-87.
- Sharma, Ruchir. *China's debt-fuelled boom is in danger of turning to bust*. 2014. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cfcb0568-8749-11e3-9c5c-00144feab7de.html> (pristupljeno: 30. travnja 2014.)

- Shih, Victor. Partial Reform Equilibrium, Chinese Style: Political Incentives and Reform Stagnation in Chinese Financial Policies. *Comparative Political Studies*. Volume XX. Number X: 1-25, 2006. doi: 10.1177/0010414006290107
- Shih, Victor. *Factions and Finance in China: Elite Conflict and Inflation*. Cambridge University Press: New York, 2008.
- Shih, Victor. 'Goldilocks' Liberalization: The Uneven Path toward Interest Rate Reform in China. *Journal of East Asian Studies*. 11(3): 437-465, 2011.
- Tao-chiu, Lam. Central-provincial relations amid greater centralization in China. *China Information*. 24(3): 339-363, 2010. doi: 10.1177/0920203X10382338
- Trading Economics. 2014. China Balance of Trade.
<http://www.tradingeconomics.com/china/balance-of-trade>
- Tsai, Kellee S. *Back-Alley Banking: Private Entrepreneurs in China*. Cornell University Press: Ithaca and London, 2002.
- Tsai, Kellee S. Segmented Markets: Grassroots Finance in Rural China and India. *China Report*. 39(4): 511-535, 2003. doi: 10.1177/000944550303900405
- Walter, Carl i Fraser Howie. *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*. John Wiley and Sons: Singapore, 2011.
- Weisenthal, Joe. This Is the Best Chart We've Seen on the Chinese Debt Problem. *Business Insider*, 2014. <http://www.businessinsider.com/chinese-private-sector-debt-2014-3#ixzz3264Nk2Ug> (pristupljeno 23. travnja 2014.)
- Wolf, Martin. *Debt troubles within the Great Wall*. 2014.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b78d8c0e-b661-11e3-905b-00144feabdc0.html> (pristupljeno 29. travnja 2014.)
- Yao, Yang. *China's Shadow Menace*. 2014.
<http://www.project-syndicate.org/commentary/yao-yang-warns-that-the-growth-of-unregulated-banking-could-lead-to-a-major-financial-crisis-in-china> (pristupljeno 8. ožujka 2014.)
- Zero Hedge. *China's "Minsky Moment" Is Here, Morgan Stanley Finds*. 2014. <http://www.zerohedge.com/news/2014-03-19/chinas-minsky-moment-here-morgan-stanley-finds> (pristupljeno 20. ožujka 2014.)
- Zero Hedge, China is Crashing ... As Predicted. 2014. <http://www.zerohedge.com/contributed/2014-03-07/china-crashing-predicted> (pristupljeno 20. ožujka 2014.)
- Zhang, Moran. China's Economic Hard Landing: Think Twice before Gloating over China's Slowdown. *International Business Times*. 2013.
<http://www.ibtimes.com/chinas-economic-hard-landing-think-twice-gloating-over-chinas-slowdown-1361579>

Summary

China's economic and financial transformation represents the key global trend in the past three decades. The process of opening up created a myriad of internal and external challenges when it comes to China's governance structure, which is heavily based on governance from the political centre in Beijing, especially given the recent evolution of the Chinese financial system. Those challenges are additionally compounded by the outburst of the global financial crisis in 2008. At that moment the Party was overwhelmed by the need for a system reproduction which was perceived to be unimaginable in the absence of double-digit growth rates. China's economy has been undergoing financialization ever since that critical juncture. Financialization sucks the productive energy out of the economic system and leaves an ever-shrinking scope for building up an economic capacity, which is indispensable bearing in mind the rising indebtedness based on credit money creation, as stipulated by endogenous monetary theory. This paper is divided into six chapters, and a final paragraph dedicated to concluding remarks. The first and second chapters analyse the basic logic of China's economic and financial reforms until the outburst of the global financial crisis in 2008. The third chapter gives an overview of the underlying interest constellation and key actors' preferences vis-à-vis China's financial architecture. Thereafter, the fourth chapter deals with the key components of China's crisis management in the midst of the global financial crisis. The fifth chapter is logically connected to the previous one, as it, having in mind the already given explanation for the financialization of China's economy in the third and fourth chapters, elucidates the fundamental challenges in financial and economic reform implementation. Namely, those reforms ought to be geared toward creating a more sustainable, stable and inclusive economic and political structure. The sixth chapter aims at using Hyman Minsky's concepts such as 'financial instability hypothesis' and 'corporate finance typology' (hedging finance, speculative finance and Ponzi finance) in the analysis of the current state of China's financial system and the ensuing risks for the outbreak of a devastating financial crisis. In the final chapter, the author lays out two scenarios which will play a role in stymying the unsustainable path of financialization in China, namely the scenarios of hard and soft landing. Irrespective of the Party's preferred choice, China's growth rates will significantly plunge. This implies a difficult task of finding new sources of Party's legitimacy. Furthermore, the choice between these two scenarios carries a high stake for the rest of the world in the light of rising global financial and trade interconnectedness.

